



LOS PORTALES S.A.

Lima, Perú

30 de mayo de 2013

Clasificación	Categoría	Definición de Categoría
“Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo Los Portales” Primera Emisión	(nueva) EQL 2+.pe	Buena calidad. Refleja buena capacidad de pago de intereses y capital dentro de los términos y condiciones pactados.

“La clasificación que se otorga al presente valor no implica recomendación para comprar, vender o mantenerlo en cartera”

-----En millones de S/.-----				
	Dic.12	Mar.13	Dic.12	Mar.13
Activos:	856.8	961.9	Patrimonio:	199.5 197.7
Ingresos:	402.6	90.1	ROAE*:	23.5% 30.3%
Utilidad:	43.45	13.5	ROAA*:	5.5% 6.3%

Historia: Instrumentos de Corto Plazo → EQL2+.pe (29.05.13).

* Utilidad neta de los últimos 12 meses sobre patrimonio y activo promedio, respectivamente.

Para la presente evaluación se ha utilizado los estados financieros auditados de Los Portales S.A. al 31 de diciembre de 2009, 2010, 2011 y 2012, y no auditados al 31 de marzo de 2012 y 2013. Asimismo se ha utilizado información adicional proporcionada por Los Portales S.A.

Fundamento. Como resultado del análisis y la evaluación respectiva, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió asignar la categoría EQL2+.pe a la Primera Emisión del Primer Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Los Portales S.A. (en adelante Los Portales o la Empresa).

La clasificación se sustenta en el crecimiento en el nivel de ventas que presenta la Empresa, así como los niveles de generación alcanzados al cierre del primer trimestre del 2013, los cuales son superiores a los obtenidos en el mismo periodo del año anterior. Asimismo, se toma en consideración el amplio reconocimiento de la marca y el formato único con el cual opera en nuestro país, a través de sus cuatro unidades de negocios: i) Inmuebles y desarrollos inmobiliarios; ii) Playas de Estacionamiento; iii) Hoteles y iv) Rentas.

Por otro lado, limita la clasificación los menores márgenes de utilidad neta con relación a los ingresos observados desde hace algunos años, así como la exposición que tiene la Compañía respecto a fluctuaciones cambiarias, las cuales sin embargo, no impactan en flujos a la compañía. También es importante señalar la variación contable registrada en los estados financieros de la Compañía producto de su adopción a NIIF, ya que el registro de las ventas inmobiliarias depende ahora de la culminación y entrega de los proyectos de habilitación urbana, los cuales, a su vez, están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo, mayormente de corto plazo.

Los Portales S.A. se constituyó en Lima en 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero de 2000. A la fecha del presente análisis Los Portales S.A. mantiene como accionistas a LP Holding S.A., quien conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas del Grupo Raffo)

poseen el 50% del accionariado y Constructora ICA S.A. de C.V. del Grupo ICA de México, quien conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. (también del Grupo ICA de México) poseen el 50% de la participación restante.

En marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que será aportado a la empresa Strip Centers del Peru S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial.

De acuerdo a lo señalado, Los Portales S.A. desarrolla sus actividades a través de cuatro líneas de negocio: Venta y Financiamiento de Inmuebles, Administración de Playas de Estacionamiento, Servicios Hoteleros, y Servicios de Renta Inmobiliaria.

Al 31 de diciembre de 2012, los activos totales de Los Portales S.A. y Subsidiarias fueron de S/.849.5 millones, con un incremento de 19% respecto a los registrados en el 2011, sustentados en el crecimiento de la cuenta de existencias (+33%), que incluye proyectos en curso, compra de terrenos (Terrenos en total con un área de 340 ha. en Carabayllo, Pachacamac, Cañete, Ica, Chimbote y Chiclayo, entre otros) e inmuebles terminados, y por un mayor nivel del saldo en caja y bancos (+17%). Cabe mencionar que a marzo de 2013, la cuenta de caja y bancos se incrementó en 118%, en comparación a diciembre de 2012, producto de los mayores ingresos por las ventas realizadas en sus proyectos de habilitación urbana durante el trimestre.

En cuanto a los pasivos, al cierre de diciembre de 2012, los pasivos representaron el 77.0% de las fuentes de financia-

miento de la Compañía y sus Subsidiarias, registrando una variación de +19% respecto al 31 de diciembre de 2011 producto de un aumento en las cuentas por pagar, anticipos de clientes y una mayor deuda financiera. A marzo de 2013, la deuda financiera tuvo un incremento del 12.7%, debido al aumento de la deuda con terceros (4%) y el incremento de la deuda bancaria (29.9%). De acuerdo a lo comentado por la Empresa, los recursos de la emisión de bonos titulizados por US\$25 millones, realizada en febrero de 2013, fueron destinados al repago de la deuda con terceros (Lawrence Bussines Corporation y diversos) de muy corto plazo que devengaba altas tasas de interés (13% aproximadamente). Actualmente se ha tomado nueva deuda con inversionistas locales con tasas menores, que de acuerdo a lo mencionado por la Empresa, permitirá reducir los gastos financieros. El aumento del endeudamiento financiero origina un ligero deterioro de los indicadores de solvencia: el apalancamiento contable aumenta de 3.29 veces a 3.87 veces entre diciembre de 2012 y marzo de 2013, mientras que el pasivo sobre el activo aumenta de 0.77 veces a 0.79 veces en el mismo periodo.

Por el lado del Patrimonio, a diciembre de 2012 fue de S/.199.5 millones, con un crecimiento de 18% en comparación a diciembre de 2011, debido principalmente a resultados acumulados, sin registrar movimientos en el capital social. Cabe indicar que el 18 de marzo de 2013, el Directorio decidió aumentar el Capital Social a través de aportes de efectivo por S/. 51.6 millones, con lo que se espera mejorar sus ratios de solvencia y apalancamiento. Por otro lado se aprobó la distribución de dividendos en efectivo de las utilidades obtenidas del 2012, por S/.15.5 millones. Los movimientos en las cuentas patrimoniales se hicieron efectivos en el mes de mayo y se espera culminen en el mes de junio de 2013.

En cuanto a resultados, a diciembre del 2012, las ventas aumentaron en 6% mientras que los costos de venta se incrementaron en 21%, afectando de manera importante la utilidad bruta que disminuyó en -20% (respecto a diciembre del 2011) con un margen de 28%, menor al margen bruto de diciembre de 2011 que fue de 37%. Esta disminución del

margen bruto se debe al "mix" de ventas que registró la compañía entre productos de habilitación urbana y de vivienda social, siendo estos últimos productos que marginan menos y que tuvieron un mayor peso en los resultados del 2012 que en los del 2011. Producto de la adopción de Normas Internacionales de Información Financiera en la contabilidad de la empresa, el reconocimiento de ventas del presente ejercicio se ha visto sujeto a una especie de estacionalidad en el año en curso. De acuerdo a lo mencionado por la Gerencia, las ventas se deberían recuperar durante el segundo semestre de 2013, en vista que la mayor parte de los proyectos inmobiliarios serán entregados en dicho periodo. A diciembre de 2012, la utilidad bruta fue menor a la del mismo mes del 2011, que en conjunto con un aumento en los gastos administrativos (+12%) y una disminución de los ingresos financieros (-8%) generaron una utilidad antes de diferencia en cambio de S/. 45.4 millones, 29% menor a la de diciembre de 2011. Cabe mencionar que esta disminución fue amortiguada por la diferencia en cambio del periodo de S/.21.4 millones, que derivó en una utilidad neta a diciembre de 2012 de S/.43.4 millones (-11% menor a la de diciembre de 2011).

A marzo de 2013, el margen neto ha mejorado en relación a marzo de 2012, producto del aumento de las ventas del Negocio de Inmuebles, lo que se debe a la entrega de los proyectos en dicho rubro, se espera que dicha situación se mantenga durante el 2013.

Finalmente, Equilibrium considera que la experiencia y la capacidad de generación en las diversas unidades de negocios de la Compañía, otorgan una perspectiva positiva para cumplir con las obligaciones de los instrumentos de deuda de corto plazo. No obstante, el cumplimiento de los mismos dependerá principalmente de la generación de flujos de corto plazo de los negocios inmobiliarios, de estacionamientos, hoteles y rentas en general, como consecuencia de la materialización de nuevos proyectos en dichas unidades de negocio por parte de la Compañía. Queda sin embargo, bajo observación, el mayor endeudamiento y los menores márgenes que presenta la Compañía, aspectos que deben mejorar.

Fortalezas

1. Expertise y know-how del negocio inmobiliario y de estacionamientos por parte del Originador.
2. Amplia diversificación en sus unidades de negocio.
3. Crecimiento sostenido del número de proyectos inmobiliarios y del nivel de ventas.

Debilidades

1. Perfil de deuda de la Compañía persiste en la alta exposición a corto plazo.
2. Resultados del año 2012 afectados por la aplicación de las NIIF.
3. Exposición al riesgo cambiario.

Oportunidades

1. Fuerte dinamismo del sector inmobiliario.
2. Creciente demanda de servicios hoteleros frente al desarrollo del sector turismo.
3. Creciente brecha entre oferta y demanda de servicios de estacionamiento en Lima.

Amenazas

1. Sensibilidad del negocio a los ciclos económicos.
2. Ingreso de nuevos desarrolladores de proyectos inmobiliarios.
3. Disminución del poder adquisitivo de los adquirentes de los lotes.
4. Fluctuaciones del tipo de cambio.

DESCRIPCIÓN DEL EMISOR

Los Portales S.A. se constituyó en Lima el 06 de marzo de 1996 bajo la razón social de Consorcio Inmobiliario Los Portales S.A., cambiando su razón social a Los Portales S.A. en febrero del 2000. La actividad económica de la Compañía se centra en el desarrollo de proyectos de habilitación urbana, venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento y hoteles. Asimismo, se encuentra desarrollando nuevas unidades de negocio, entre los que figura la renta inmobiliaria dentro de los estacionamientos.

Reorganización Empresarial

En el último trimestre de 2009 y primer semestre del 2010, se dieron varios cambios en la estructura organizacional de Los Portales S.A., los cuales no solo incluyen la fusión por absorción de Los Portales S.A. con varias de sus subsidiarias y empresas relacionadas, sino también la transferencia de una de sus inversiones a LP Valores S.A., un acuerdo de incremento de capital por nuevos aportes en efectivo ascendentes a S/.25.5 millones, así como la capitalización de resultados acumulados del ejercicio 2009.

En tal sentido, en Junta General de Accionistas realizada el 31 de agosto de 2009, se acordó la fusión por absorción de Los Portales S.A. con tres de sus subsidiarias: Los Portales Negocios Inmobiliarios S.A.C., Promotora Huampaní S.A.C. y Promotora El Golf II S.A.C. Dicha operación se formalizó el 01 de noviembre del mismo año. Adicionalmente, en Junta General de Accionistas de fecha 19 de abril de 2010, se acordó la escisión de un bloque patrimonial para ser transferido a favor de la empresa LP Valores S.A. y la consecuente reducción del capital social de la Compañía producto de dicha transferencia a S/.62.0 millones. Estos últimos acuerdos se formalizaron el 08 de junio de 2010. Por otro lado, en Junta General de Accionistas realizada el 29 de abril del 2010, se acuerda la fusión por absorción de Los Portales S.A. con Inversiones en Inmuebles S.A., Inversiones en Estacionamientos S.A. (estas dos últimas empresas relacionadas) y con su subsidiaria Constructora Los Portales S.A.

El 18 de marzo de 2013, la Junta General de Accionistas aprobó el proceso de Reorganización Simple que entró en vigencia el 31 de marzo de 2013 y tuvo por objetivo escindir del patrimonio de Los Portales S.A. un bloque patrimonial constituido por la unidad de negocio Centro Comercial Lima Outlet Center, el mismo que será aportado a la empresa Strip Centers del Peru S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial. La consolidación de los negocios, le permitirá a la Compañía lograr mayores eficiencias, lo cual se ve traducido en un importante incremento de su generación (medido de forma individual), lo cual si bien le permite mejorar sus indicadores de gestión, el nivel de apalancamiento que registra todavía es considerado moderado en relación a compañías comparables del sector.

Accionistas

A la fecha del presente análisis, la participación accionaria es la siguiente:

Accionariado	
LP Holding S.A.	50%
Constructoras ICA S.A. de CV	50%

Así, LP Holding S.A., conjuntamente con Santa Aurelia S.A. (ambas empresas del Grupo Raffo) mantiene el 50% de la Compañía, mientras que Constructoras ICA S.A. de CV del Grupo ICA de México, conjuntamente con Ingenieros Civiles Asociados S.A. de C.V. posee el 50% restante, compartiendo ambos grupos el control de la Compañía.

Directorio y Gerencia

La relación de Directores de Los Portales S.A. se encontró conformada de la siguiente manera:

Directorio	
Ernesto Raffo Paine	Presidente
Guillermo Velaochaga Raffo	Director
Ernesto Fernandini Raffo	Director
Alberto Pescetto Raffo	Director
Bernardo Quintana Isaac	Director
Diego Quintana Kawage	Director
Alonso Quintana Kawage	Director
Rodrigo Antonio Quintana	Director

A continuación se detalla la plana gerencial vigente a la fecha del presente análisis:

Gerencias	
Guillermo Velaochaga Raffo	Gerente General
Ramón García Quintana	Gerente Central de Adm. y Finanzas
Wilfredo de Souza Ferreyra	Gerente Central de Negocios Inmobiliarios
Eduardo Ibarra Rooth	Gerente de Neg. Estacionamientos
Luis Gómez Corthorn	Gerente de Negocios Hoteleros
Juan Carlos Orrillo	Gerente de Negocios de Rentas
Patricia Mendoza	Gerente de Legal
Eugenio Dunezat	Gerente Financiero

Estrategia de Negocios

Los Portales S.A. mantiene como estrategia el buscar una mayor diversificación en sus negocios. Es así que los negocios que actualmente viene manejando son los siguientes: habilitación urbana, desarrollo y venta de departamentos, administración de playas de estacionamiento, hoteles y rentas.

Desarrollo de Negocios por Unidades

➤ Unidad Inmobiliaria

Se enfoca tanto en la promoción y desarrollo del negocio inmobiliario, así como en el negocio financiero a través del financiamiento directo que realiza a los compradores de lotes en sus proyectos de habilitación urbana.

Actualmente desarrolla proyectos de habilitación urbana, viviendas de interés social, proyectos multifamiliares de vivienda a través de programas gubernamentales como Mi Vivienda, Techo Propio y viviendas de campo.

Al 31 de diciembre de 2012, el negocio inmobiliario representó el 74% de los ingresos individuales totales, mientras que al 31 de marzo de 2013, totalizó el 71%.

➤ **Negocio Hotelero**

Comprende la operación y administración de hoteles propios y de terceros bajo dos marcas: una de lujo y otra de carácter corporativo. La Compañía opera seis hoteles: en Lima el Country Club Lima Hotel, en Tarma Los Portales Hotel Tarma, en Piura Los Portales Hotel Piura, en Chiclayo Los Portales Hotel Chiclayo, en Cuzco Los Portales Hotel Cuzco y en Máncora (Piura) Las Arenas de Máncora.

Tanto al cierre del ejercicio 2012 como al 31 de marzo de 2013, el negocio de hoteles representó el 11% de los ingresos individuales totales.

➤ **Negocio de Estacionamientos**

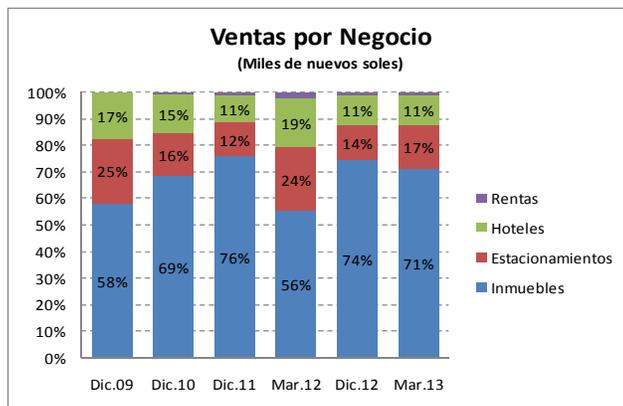
Se dedica a la construcción, administración, operación y concesión de estacionamientos, tanto propios como de terceros, así como a la gestión de negocios asociados como valet parking, publicidad *indoor* y lavado de autos. Al 31 de diciembre de 2011, la Compañía operó 137 playas de estacionamientos, y al 31 de diciembre de 2012 ya operaba 170 playas.

Al 31 de diciembre de 2012, el negocio de estacionamiento representó el 14% de los ingresos individuales totales, mientras que al 31 de marzo de 2013 dicha participación fue de 17%.

➤ **Negocio de Rentas**

Inició sus actividades en 2010 y se dedica a la habilitación de centros comerciales y *strip malls*, así como a la gestión de arrendamientos de locales comerciales de propiedad de la Compañía. En julio de 2010 se inició la operación del centro comercial Lima Outlet Center ubicado en la Av. Elmer Faucett, el cual representa el proyecto más importante dentro de este rubro, con más de 80 locales en su interior y con más de 1 millón de visitantes al año en promedio. Con respecto a este local, cabe señalar que desde el 31 de marzo de 2013 fue segregado del patrimonio de Los Portales S.A., el mismo que será aportado a la sociedad realizada con Strip Centers del Peru S.A., la cual tendrá la concesión y el derecho a usufructo del mencionado centro comercial.

Al 31 de diciembre de 2012 y marzo de 2013, el negocio de Rentas representó 1% sobre el total de ventas aproximadamente.



Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Adopción de Normas Internacionales de Información Financiera - NIIF

En cumplimiento con la Resolución SMV 102-2012-EF/94.01.1, Los Portales S.A. y Subsidiarias adoptaron por primera vez las NIIF a partir del ejercicio que termina el 31 de diciembre de 2011. Para la preparación de los estados financieros consolidados, se reconoció una serie de ajustes entre los cuales destacamos los siguientes:

- La Compañía y Subsidiarias optó por valorizar los inmuebles, maquinaria y equipo a valor razonable, tomando en cuenta la valuación realizada por un perito independiente. De esta manera el mencionado rubro registró un incremento con abono en la cuenta "Resultados acumulados" en el patrimonio neto, neto del impuesto a la renta diferido.
- De acuerdo a las NIIF, el reconocimiento de ingresos se da cuando se produce la entrega física de los terrenos habilitados.
- De acuerdo al punto anterior, las cuentas por cobrar canceladas por clientes, antes de la entrega física, se reconocen como anticipo de clientes en el pasivo.

ANÁLISIS FINANCIERO

Activos

Al 31 de diciembre de 2012, los activos totales de Los Portales S.A. y Subsidiarias ascendieron a S/.849.5 millones, los cuales muestran un incremento de 19% respecto a los registrados al cierre de 2011, sustentados en el crecimiento de la cuenta de existencias (+33%), que incluye proyectos en curso, compra de terrenos e inmuebles terminados.

Cabe mencionar que en Otras cuentas por cobrar, hay S/. 20 millones de la compañía Bradley Corp., que corresponde a un contrato de opción de compra firmado en el 2006, por el cual Bradley Corp. otorga la opción irrevocable de compra del 50% de las acciones de Génesis y Renwick, una compañía de habilitación urbana en Houston, Texas. La opción de compra venció en marzo de este año, pero se ha prorrogado hasta diciembre del mismo.

Pasivos y Patrimonio

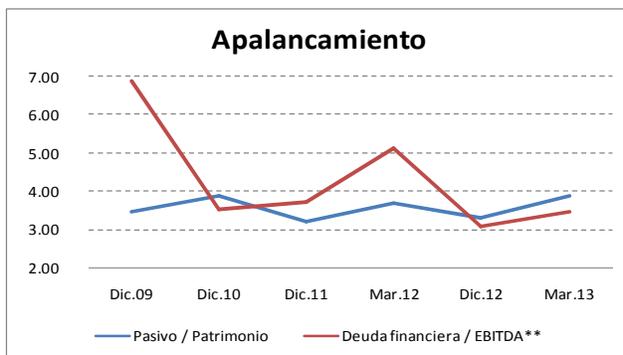
Al cierre de diciembre de 2012, los pasivos representaron el 77.0% de las fuentes de financiamiento de la Compañía y sus Subsidiarias, registrando una variación de +19% respecto al 31 de diciembre de 2011 producto del incremento en las cuentas por pagar, anticipos de clientes y una mayor deuda financiera.

Por el lado de las cuentas por pagar comerciales, estas tuvieron un crecimiento de 57.2%, debido al aumento de las facturas por pagar por la adquisición de terrenos, materiales de construcción y suministros. En cuanto a los anticipos de clientes, estos tuvieron un crecimiento de 12.5%, que constituyen los pagos recibidos por los clientes de la división de Negocios Inmobiliarios, por las letras de las ventas de los terrenos durante el periodo de habilitación urbana (12 a 18 meses).

En cuanto a la deuda financiera, en dicho periodo estuvo compuesta por préstamos con terceros (66.4%), préstamos bancarios (32.1%) y arrendamiento financiero (1.5%). A marzo de 2013, la deuda financiera total tuvo un incremento del 12.7%, debido al aumento de la deuda con terceros (4%) y la deuda bancaria (29.9%).

De acuerdo a lo comentado por la Empresa, los recursos de la emisión de bonos titulizados por US\$ 25 millones, realizada en febrero de 2013 fueron destinados al repago de la deuda con terceros (Lawrence Bussines Corporation y diversos) con altas tasas de interés (13% aproximadamente). Actualmente se ha tomado nueva deuda con inversionistas locales con tasas menores, que de acuerdo a lo mencionado por la Empresa, permitirá reducir los gastos financieros.

El aumento del endeudamiento financiero origina un ligero deterioro de los indicadores de solvencia: el apalancamiento contable aumenta de 3.29 veces a 3.87 veces entre diciembre de 2012 y marzo de 2013, mientras que el pasivo sobre el activo aumenta de 0.77 veces a 0.79 veces en el mismo periodo. A continuación se presenta los niveles de apalancamiento desde diciembre 2009 a marzo de 2013:



**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas.
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

En cuanto al patrimonio, a diciembre de 2012 fue de S/. 199.5 millones, con un crecimiento de 18% en comparación a di-

ciembre de 2011, debido principalmente a resultados acumulados, sin registrar movimientos en el capital social. A marzo de 2013 el patrimonio no presenta mayores movimientos.

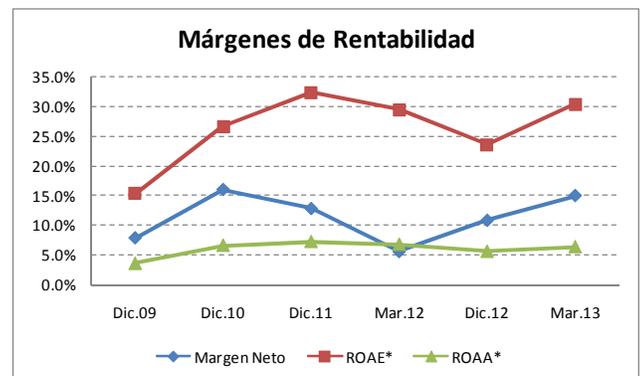
Cabe indicar que el 18 de marzo de 2013, el Directorio decidió aumentar el Capital Social a través de aportes de efectivo por S/. 51.6 millones, con lo que se espera mejorar sus ratios de solvencia y apalancamiento. El aporte se hizo efectivo en el mes de mayo. Por otro lado se aprobó la distribución de dividendos en efectivo de las utilidades obtenidas del 2012, por S/. 15.5 millones.

Resultados

A diciembre del 2012, las ventas aumentaron en 6% mientras que los costos de venta se incrementaron en 21%, afectando de manera importante la utilidad bruta que disminuyó en -20% (respecto a diciembre del 2011) con un margen de 28%, menor al margen bruto de diciembre de 2011 que fue de 37%. Lo mencionado se explica en gran parte por el "mix" de ventas previamente mencionado en este informe.

En consecuencia, a diciembre de 2012, la utilidad bruta fue menor a la del mismo mes del 2011, que en conjunto con un aumento en los gastos administrativos (+12%) y una disminución de los ingresos financieros (-8%) generaron una utilidad antes de diferencia en cambio de S/. 45.4 millones, 29% menor a la de diciembre de 2011. Cabe mencionar que esta disminución fue amortiguada por la diferencia en cambio del periodo de S/. 21.4 millones, que derivó en una utilidad neta a diciembre de 2012 de S/. 43.4 millones (-11% menor a la de diciembre de 2011).

A marzo de 2013, los resultados han mejorado en relación a marzo de 2012, producto del aumento de las ventas del Negocio de Inmuebles, lo que se debe a la maduración y entrega de los proyectos en dicho rubro, que se contabilizan cuando se hace entrega del bien. A diferencia del año pasado, durante el primer trimestre de 2013 hubo una pérdida de S/. 6.2 millones por el efecto devaluatorio del sol, lo cual sin embargo no afectó el crecimiento de la utilidad de S/. 2.8 millones a marzo de 2011 a S/. 13.5 millones a marzo de 2013 (+369%).

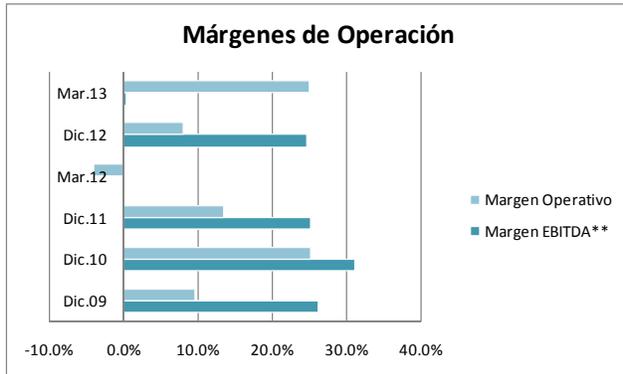


Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

Esto último se ve igualmente plasmado en los márgenes operativos que registra la Compañía y Subsidiarias (-4% a marzo

de 2012 vs. 25% a marzo de 2013). Lo mismo se refleja al calcular el EBITDA ajustado, que aumenta de S/. 62.47 millones a S/. 100.1 millones (+60.2%) entre diciembre de 2011 y 2012. Cabe señalar, que en el cálculo del EBITDA ajustado se incluyen los intereses financieros producto de las cuentas por cobrar a los compradores de los lotes del negocio de habilitación urbana.

A continuación se presenta la evolución de ambos márgenes:

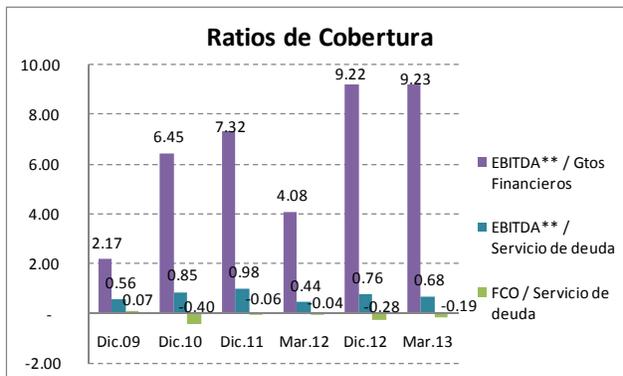


**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium.

Indicadores Financieros de Cobertura

Al realizar el análisis de cobertura, se considera los siguientes indicadores:

- EBITDA ajustado/Gastos Financieros: para evaluar la cobertura de los intereses por la generación propia del negocio. Los Portales S.A. y Subsidiarias han mantenido este indicador holgadamente desde diciembre 2010 a la fecha.



**EBITDA incluye ingresos financieros por letras generadas
Fuente: Los Portales S.A. / Elaboración: Equilibrium

- EBITDA ajustado /Servicio de Deuda: para evaluar la generación vs las amortizaciones e intereses a pagar a corto plazo. En este caso, el indicador siempre ha estado por debajo de 1.0 vez, siendo el máximo resultado de 0.98 a diciembre de 2011, lo cual se explica por la estructura del financiamiento que mantiene buena parte de la deuda a corto plazo.

- Flujo de Caja Operativo (FCO)/Servicio de Deuda: para evaluar la caja derivada de las actividades de operación del negocio vs las amortizaciones. Al igual que en el indicador anterior, este ratio se ve estresado por el perfil de la deuda. A diciembre de 2012, registró un nivel de -27.6% (flujo de caja operativo negativo de -S/. 36.4 millones). Cabe mencionar que dicho indicador se ve afectado, debido a las inversiones en terrenos que están consideradas en el Flujo de Caja Operativo y que deberían estar en el Flujo de Inversión.

PROGRAMA DE INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO: LOS PORTALES.

- Monto:** US\$50.0 millones o su equivalente en Nuevos Soles.
- Moneda:** Nuevos soles o dólares a ser definida por el Representante Autorizado, detallado en el respectiva acta y prospecto complementario.
- Vigencia del Programa:** El programa tendrá una duración de dos (2) años contados a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores.
- Emisiones:** El número de emisiones será determinado en forma conjunta por la Compañía y el Estructurador de acuerdo a sus necesidades financieras y las condiciones de mercado vigentes. Las emisiones podrán, a su vez, ser fraccionadas en series.
- Series:** Cada una de las Emisiones que formen parte del Programa podrá comprender una o más series
- Plazo de Vencimiento:** Cada Emisión o Serie de Instrumentos de Corto Plazo tendrá un plazo de vencimiento máximo de hasta un (1) año, el mismo que sería finalmente determinado por la Compañía con el Estructurador de acuerdo a las condiciones vigentes del mercado.
- Pago de Intereses y del Principal:** La redención del principal será determinada por el Representante Autorizado, y será comunicada a los inversionistas y a la SMV a través del acto Complementario, del Complemento del Prospecto Marco respectivo y el Aviso de Oferta. El pago de intereses de los Instrumentos de Corto Plazo se realizará conforme a lo que se indique en los Actos Complementarios y en los Complementos del Prospecto Marco.
- Opción de Rescate:** De ser el caso, será definida por el Representante Autorizado por el Emisor y el mecanismo será incorporado en los respectivos Prospectos Complementarios, Actos Complementarios y Avisos de Oferta.
- Garantías:** Se encuentran respaldados genéricamente con el patrimonio del emisor. No cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor.

Cabe indicar también que Los Portales S.A. llevó a cabo un proceso de Titulización de activos, cediendo cuentas por cobrar del negocio inmobiliario que respaldan la emisión de US\$ 25 millones en Bonos de Titulización, los mismos que se colocaron en fecha 14 de febrero de 2013 a un plazo de 8 años y a una tasa de 7.34%.

**PRIMERA EMISIÓN DEL PRIMER PROGRAMA DE
BONOS DE TITULIZACIÓN LOS PORTALES S.A. –
NEGOCIO INMOBILIARIO**

Denominación: Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Cuentas por Cobrar de Los Portales S.A. – Negocio Inmobiliario.

Emisor / Fiduciario: Continental Sociedad Titulizadora S.A.

Moneda: Dólares de los Estados Unidos de América.

Monto: Hasta por un valor total de US\$25.0 millones.

Valor Nominal: US\$5,000 cada uno.

Series: La presente Emisión tendrá una serie única.

Precio de Colocación: Los bonos serán colocados a la par de su valor nominal.

Plazo: El plazo de la Primera Emisión será de máximo 8 años.

Amortización: La amortización del principal será efectuada en cuotas semestrales constantes.

Opción de Rescate: Los Bonos correspondientes a la presente Emisión no tendrán opción de rescate.

Destino de los Recursos: Los fondos captados con la Emisión serán utilizados para el prepago de cuentas por pagar que tiene el Originador, las cuales a la fecha ascienden a US\$76.3 millones.

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA	IFRS		Var % Dic.12 / Dic.11	Var % Mar.13 / Dic.12								
	dic-09	%	dic-10	%	dic-11	%	mar-12	%	dic-12	%		
En miles de Nuevos Soles												
ACTIVOS												
Activo Corriente												
Caja y Bancos	30,969	7%	32,185	5%	30,834	4%	46,307	6%	35,128	4%	76,525	8%
Cuentas por Cobrar Comerciales	7,657	2%	34,977	5%	50,669	7%	41,526	6%	54,937	6%	58,060	6%
Otras Cuentas por Cobrar	15,904	3%	12,611	2%	21,545	3%	27,951	4%	32,643	4%	34,756	4%
Cuentas por cobrar a relacionadas	152	0%	1,049	0%	786	0%	522	0%	64	0%	110	0%
Total Existencias	187,795	40%	276,627	43%	295,196	41%	303,031	41%	393,151	46%	417,912	43%
Otros activos	31,354	7%	0	0%	0	0%	11,782	0%	991	0%	14,716	0%
Gatos Pagados por Anticipado	16,180	3%	25,269	4%	7,771	1%	8,691	1%	6,283	1%	0	0%
Total Activo Corriente	290,011	62%	382,718	60%	406,801	57%	439,810	59%	523,198	62%	602,079	63%
Cuentas por Cobrar Comerciales a L/P	2,145	0%	45,027	7%	65,734	9%	59,206	8%	74,475	9%	82,487	9%
Otras cuentas por cobrar	4,696	0%	7,587	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Inversiones financieras permanentes	2,903	1%	2,894	0%	2,892	0%	2,892	0%	4,054	0%	36,418	4%
Inversiones Inmobiliarias	61,051	13%	96,927	15%	104,473	15%	104,437	14%	101,949	12%	93,142	10%
Imm., Mob. y Equipo, Neto	65,390	14%	68,228	11%	96,816	14%	98,767	13%	106,536	13%	108,772	11%
Intangibles, Neto	40,451	9%	39,831	6%	39,258	5%	38,946	5%	39,399	5%	39,047	4%
Total Activo No Corriente	176,636	38%	260,494	40%	309,173	43%	304,248	41%	326,413	38%	359,866	37%
TOTAL ACTIVOS	466,647	100%	643,212	100%	715,974	100%	744,058	100%	849,611	100%	961,945	100%
PASIVOS												
Pasivo Corriente												
Cuentas por Pagar Comerciales	29,733	6%	48,330	8%	37,275	5%	22,012	3%	63,889	8%	57,280	6%
Anticipo de clientes	122,876	26%	194,773	30%	163,306	23%	176,766	24%	183,670	22%	219,140	23%
Cuentas por pagar relacionadas	16,762	4%	8,023	1%	14	0%	15	0%	0	0%	35,045	4%
Otras Cuentas por Pagar	17,858	4%	32,917	5%	59,446	8%	65,735	9%	37,217	4%	48,663	5%
Parte Corriente obligaciones con Terceros	37,856	8%	46,771	7%	63,715	9%	77,011	10%	95,455	11%	106,131	11%
Parte Corriente de la Deuda a L/P	23,915	5%	27,731	4%	20,977	3%	30,704	4%	25,771	3%	31,131	3%
Total Pasivo Corriente	249,000	53%	358,545	56%	344,733	48%	372,243	50%	406,002	48%	497,390	52%
Pasivo No Corriente												
Cuentas por Pagar Comerciales a L/P	23,157	5%	22,491	3%	26,520	4%	25,521	3%	36,404	4%	34,841	4%
Préstamos de Terceros a L/P	13,295	3%	48,729	8%	71,219	11%	93,553	15%	108,934	13%	106,509	17%
Deuda a L/P	70,669	15%	53,396	8%	77,041	11%	69,368	9%	77,583	9%	103,159	11%
IR Diferido	1,253	0%	24,749	4%	23,708	3%	23,708	3%	20,570	2%	21,809	2%
Ingresos Diferidos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Tributos a Largo Plazo	4,650	1%	3,860	1%	2,977	0%	509	0%	585	0%	585	0%
Total Pasivo No Corriente	113,024	24%	153,225	24%	201,465	28%	212,659	29%	244,076	29%	266,903	28%
TOTAL PASIVO	362,024	78%	511,770	80%	546,198	76%	584,902	79%	650,078	77%	764,293	79%
PATRIMONIO												
Capital Social	106,156	23%	119,634	19%	119,634	17%	119,634	16%	119,634	14%	119,634	12%
Reserva Legal	1,811	0%	4,410	1%	8,031	1%	12,535	2%	12,535	1%	16,459	2%
Resultados No Realizados	6,969	1%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Resultados Acumulados	-24,048	-5%	-30,100	-5%	-6,552	-1%	24,107	3%	23,984	3%	48,052	5%
Resultados del Ejercicio	13,736	3%	37,498	6%	48,663	7%	2,880	0%	43,380	5%	13,507	1%
TOTAL PATRIMONIO NETO	104,624	22%	131,442	20%	169,776	24%	159,156	21%	199,533	23%	197,652	21%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	466,647	100%	643,212	100%	715,974	100%	744,058	100%	849,611	100%	961,945	100%

LOS PORTALES Y SUBSIDIARIAS

ESTADO DE RESULTADOS	IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		IFRS		Var % Dic.12 / Dic.11	Var % Mar.13 / Mar.12
	dic-09	%	dic-10	%	dic-11	%	mar-12	%	dic-12	%	mar-13	%		
En Miles de Nuevos Soles														
Ingreso por Venta de Inmuebles	101,788	58%	161,181	69%	290,101	76%	29,006	56%	299,040	74%	64,325	71%	3%	122%
Ingreso por Servicios de Playas de Estacionamiento	43,190	25%	37,462	16%	46,716	12%	12,468	24%	55,283	14%	14,888	17%	18%	19%
Ingresos por Servicios Hoteleros	29,973	17%	34,641	15%	40,325	11%	9,794	19%	44,151	11%	9,906	11%	9%	1%
Ingresos por Servicios de Renta Inmobiliaria	0	0%	924	0%	3,114	1%	944	2%	4,164	1%	984	1%	34%	4%
Ingresos Totales	174,951	100%	234,208	100%	380,256	100%	52,212	100%	402,638	100%	90,103	100%	6%	73%
Costo de Venta de Inmuebles	-71,775	-41%	-98,329	-42%	-180,831	-48%	-20,756	-40%	-219,820	-55%	-47,971	-53%	22%	131%
Costo por Servicios de Playa de Estacionamiento	-30,622	-18%	-24,584	-10%	-32,141	-8%	-8,993	-17%	-39,166	-10%	-10,376	-12%	22%	15%
Costo por Servicios Hoteleros	-11,595	-7%	-16,388	-7%	-23,464	-6%	-6,569	-13%	-28,062	-7%	-6,602	-7%	20%	1%
Costo por Servicios de Renta Inmobiliaria	0	0%	-619	0%	-1,500	0%	-439	-1%	-1,844	0%	-487	-1%	23%	11%
Costos Totales	-113,992	-65%	-139,920	-60%	-237,936	-63%	-36,757	-70%	-288,891	-72%	-65,436	-73%	21%	78%
Utilidad Bruta	60,959	35%	94,288	40%	142,320	37%	15,455	30%	113,747	28%	24,667	27%	-20%	60%
Gastos de Administración	-36,074	-21%	-42,050	-18%	-49,918	-13%	-13,214	-25%	-56,129	-14%	-16,152	-18%	12%	22%
Gastos de Ventas	-9,380	-5%	-8,895	-4%	-37,613	-10%	-4,752	-9%	-22,127	-5%	-5,967	-7%	-41%	26%
Otros Ingresos / Gastos, Neto	1,418	1%	15,934	7%	-2,981	-1%	423	1%	-2,292	-1%	20,077	22%	-23%	4646%
Utilidad de Operación	16,923	10%	59,277	25%	51,808	14%	-2,088	-4%	33,199	8%	22,624	25%	-36%	-1184%
Ingresos Financieros	24,909	14%	21,770	9%	25,644	7%	5,521	11%	23,546	6%	6,881	8%	-8%	25%
Gastos Financieros	-21,213	-12%	-11,331	-5%	-13,119	-3%	-2,549	-5%	-10,852	-3%	-2,582	-3%	-17%	1%
Utilidad Antes de Diferencia en Cambio	20,619	12%	69,716	30%	64,333	17%	884	2%	45,893	11%	26,924	30%	-29%	2946%
Diferencia en Cambio	1,891	1%	1,009	0%	1,474	0%	3,297	6%	21,350	5%	-6,278	-7%	1348%	-290%
Utilidad Antes de Partic. e IR	22,510	13%	70,725	30%	65,807	17%	4,181	8%	67,244	17%	20,646	23%	2%	394%
Participaciones	-2,628	-2%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0%	0%
Impuesto a la Renta	-6,146	-4%	-33,227	-14%	-17,144	-5%	-1,301	-2%	-23,863	-6%	-7,139	-8%	39%	449%
Utilidad / Pérdida Neta	13,736	8%	37,498	16%	48,663	13%	2,880	6%	43,381	11%	13,507	15%	-11%	369%

INDICADORES FINANCIEROS	dic-09	dic-10	dic-11	mar-12	dic-12	mar-13
Solvencia						
Pasivo / Patrimonio	3.46	3.89	3.22	3.68	3.26	3.87
Total Pasivo / Total Activo	0.78	0.80	0.76	0.79	0.77	0.79
Deuda L/P / Patrimonio	0.80	0.78	0.87	1.02	0.93	1.06
Pasivo Corriente / Total Pasivos	0.69	0.70	0.63	0.64	0.62	0.65
Liquidez						
Liquidez Corriente	1.16	1.07	1.18	1.18	1.29	1.21
Prueba Acida	0.35	0.23	0.30	0.34	0.30	0.37
Capital de Trabajo	41,011	24,173	62,068	67,567	117,196	104,689
Gestión						
Gastos Adm y Vtas / Ingresos	26.0%	21.8%	23.0%	34.4%	19.4%	24.5%
Gastos Financieros / Ingresos	12.1%	4.8%	3.5%	4.9%	2.7%	2.9%
Rotación de Cobranzas	16	54	48	72	49	58
Rotación de Cuentas por Pagar	40	76	52	11	59	29
Rotación de Inventarios	593	712	447	742	490	575
Ciclo de conversión de efectivo	569	689	442	802	480	604
Rentabilidad						
Margen EBITDA**	26.3%	31.2%	25.3%	-0.1%	24.9%	0.4%
Margen Neto	7.9%	16.0%	12.8%	5.5%	10.8%	15.0%
Margen Operativo	9.7%	25.3%	13.6%	-4.0%	8.2%	25.1%
ROAE*	15.3%	26.5%	32.3%	29.5%	23.5%	30.3%
ROAA*	3.5%	6.5%	7.2%	6.7%	5.5%	6.3%

*Anualizados

**EBITDA Ajustado incluye ingresos financieros por letras generadas